



HAL
open science

Rémunération des dirigeants et caractéristiques des comités de rémunérations des sociétés du SBF 120

Ali Dardour, Rim Boussaada, Hazar Ben Barka

► **To cite this version:**

Ali Dardour, Rim Boussaada, Hazar Ben Barka. Rémunération des dirigeants et caractéristiques des comités de rémunérations des sociétés du SBF 120. Conférence internationale de gouvernance, Association Académique Internationale de Gouvernance, Jun 2015, Quebec, Canada. hal-02064451

HAL Id: hal-02064451

<https://hal.science/hal-02064451>

Submitted on 11 Mar 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Rémunération des dirigeants et caractéristiques des comités de rémunérations des sociétés du SBF 120

Ali Dardour

Professeur

KEDGE Business School

680 cours de la libération 33405 Talence – France

ali.dardour@kedgebs.com

Rim Boussaada

Docteur en Sciences de Gestion

Laboratoire Gouvernance d'Entreprise, Finance Appliquée et Audit (GEF2A)

Institut Supérieur de Gestion, Tunis, Tunisie

boussaada.r@gmail.com

Hazar Ben Barka

Maître-assistant en comptabilité, ISCCB, Université de Carthage,

Chercheur associé-CEPN- CNRS-UMR 7234, Université Paris 13 Sorbonne Paris Cité

benbarkahazar@yahoo.fr

Résumé

Cet article a pour objectif d'étudier l'influence des caractéristiques des comités de rémunérations sur la sensibilité du salaire des dirigeants à la performance de l'entreprise. Menée sur un échantillon de sociétés cotées au SBF 120 sur la période 2010 à 2011, les résultats des tests d'hypothèses montrent que le nombre des mandats détenus par les membres et le nombre de réunions de comité influencent cette sensibilité. Les autres mesures comme, la taille du comité, l'assiduité, ainsi que la diversité genre n'ont pas d'effet. Par ailleurs, les investisseurs institutionnels sont plus actifs dans leur rôle de contrôle que les autres catégories d'actionnaires. Leur présence affecte positivement et significativement la sensibilité de la rémunération à la performance.

Mots clés : comités de rémunérations, sensibilité rémunération-performance, mandats, diversité genre, indépendance.

Abstract

This article aims to study the influence of the remuneration committee characteristics on the CEO pay-performance sensitivity. Conducted on a sample of listed companies in the SBF 120 over the period 2010-2011, the results show that the number of directorships held by members and the number of committee meetings influence this sensitivity. Other measures such as the size of the committee, attendance, and the gender diversity have no effect. Furthermore, institutional investors are more active on their monitoring role than other types of shareholders. Their presence affects positively and significantly the pay for performance sensitivity.

Key words: remuneration committee, pay for performance sensitivity, number of directorships, gender diversity, independence.

INTRODUCTION

En France, l'opportunité de la constitution d'un comité de rémunérations a été soulignée dans le rapport Viénot I (1995). Sa mise en place n'est pas obligatoire et demeure à l'initiative de la société. Une récente étude du cabinet Ernst & Young sur les pratiques de gouvernance des sociétés dont la capitalisation boursière est supérieure à 1 milliard d'euros (*bigcaps*) a révélé que 90% de ces entreprises disposaient d'un comité des rémunérations. Son rôle consiste à fournir au conseil d'administration des éléments d'analyse pour lui facilitant le processus de prise de décisions sur la politique de rémunération des principaux dirigeants en adéquation avec les objectifs stratégiques de la firme. Ainsi, il est chargé de déterminer les composantes de la rémunération totale, de définir les règles de fixation de la part variable à court terme, de la part de la rémunération en actions et de veiller à la cohérence de ces règles avec l'évaluation de la performance réalisée par les dirigeants.

Ces dernières années, l'influence des comités de rémunérations a considérablement augmentée, compte tenu des exigences de transparence des actionnaires comme témoigne les codes de gouvernance d'entreprises. L'objectif affiché de la présence d'un tel organe est d'améliorer la qualité de divulgation des composantes du package de rémunération et de renforcer le lien entre rémunération et performance de la firme Conyon et Peck (1998). Néanmoins, les rémunérations des dirigeants des sociétés cotées continuent à progresser sans que ce lien soit toujours vérifié. En France comme dans d'autres pays développés, les pratiques de rémunération observées soulèvent souvent l'indignation de l'opinion publique et rarement la contestation des actionnaires lors des assemblées générales. En effet, l'introduction du "Say on Pay", par le code de gouvernance Afep-Medef paru en juin 2013, permet aux actionnaires de s'exprimer sur les rémunérations des dirigeants par un vote consultatif en assemblée générale, montre que les votes favorables sont souvent supérieur à 90% (Larcker et *al.* 2012). Le vote défavorable de l'assemblée ne peut pas remettre en cause la rémunération : le conseil d'administration doit délibérer sur le sujet lors d'une prochaine séance et publier sur le site internet de la société « un communiqué mentionnant les suites qu'il entend donner aux attentes exprimées par les actionnaires ».

Les entreprises justifient les niveaux de rémunération par la nécessité d'attirer les meilleurs talents sur le marché des dirigeants et de conserver ainsi leur avantage compétitif. L'expression directe des actionnaires sur la rémunération repose sur l'hypothèse que les intérêts des administrateurs ne sont pas parfaitement alignés avec ceux des actionnaires ou/et qu'ils ne sont pas en mesure d'exercer leur fonction de contrôle dans ce domaine (Belot et Ginglinger, 2013, p.61).

Les recherches antérieures ont été focalisées sur les relations entre les caractéristiques de conseil d'administration et la rémunération des dirigeants. Les études menées sur la composition des comités de rémunérations et la sensibilité de la rémunération à la performance demeurent peu nombreuses (Sun et Cahan, 2009, Gregory-Smith, 2012). Ces recherches révèlent des résultats divergents. Anderson et Bizjak (2003) démontrent que la faible indépendance du comité des rémunérations n'a pas d'effet sur le lien entre la rémunération du dirigeant et la performance boursière de la firme. Au contraire, Newman et Mozes (1999) trouvent que la relation rémunération-performance boursière est significativement élevée pour les firmes disposant d'un comité des rémunérations indépendant et présentant une performance boursière négative. Une explication à ces résultats divergents est que la proportion des administrateurs indépendants est une mesure parcimonieuse de la qualité du comité de rémunérations. De plus, dans le contexte français, les codes de gouvernance recommandent aux entreprises à ce que ce comité ne doit compter aucun dirigeant mandataire social et doit être composé majoritairement d'administrateurs indépendants (Principes de gouvernement d'entreprise de l'AFEP-MEDEF, 2010). Par ailleurs, la part des administrateurs indépendants est elle-même contingente aux caractéristiques de la firme comme sa taille et la structure de son capital.

Cet article contribue à la littérature des façons suivantes. Il prolonge la recherche sur l'effet de caractéristiques du comité de rémunérations sur la sensibilité de la rémunération à la performance. Le comité de rémunérations n'a pas le pouvoir de décision, mais c'est à lui qui revient l'analyse et la formulation des propositions concernant le package de rétribution des dirigeants. Notre article s'intéresse à l'effet d'autres caractéristiques de ce comité, notamment le cumul des mandats par les membres, la diversité genre, l'assiduité, le nombre de réunions sur l'exercice et sa taille. Nous renonçons

à la construction d'un indice global mesurant la qualité d'un comité en raison des perceptions positive ou négative des acteurs de chacune des mesures. A titre d'exemple, la qualité d'un comité peut être indépendante de sa diversité genre alors que les codes de gouvernance préconisent aux conseils d'administration d'accorder plus d'intérêt à la diversité du conseil (présence des femmes, présence des étrangers, présence de représentants des salariés ou/et des salariés actionnaires dans le conseil, etc.). Concernant la rémunération, nous nous intéressons à la rémunération totale qui est composée du salaire de base, du bonus annuel, de la valeur potentielle des stock-options et des actions de performance attribuées.

La suite de l'article est organisée comme suit. La seconde section présente la revue de la littérature et les hypothèses de la recherche. La troisième section présente les résultats et en propose une discussion. La quatrième section conclut ce papier.

2. Revue de la littérature et formulation des hypothèses

La création d'un comité de rémunérations s'accorde avec les prédictions de la théorie de l'agence selon lesquels la négociation d'un contrat de rémunération optimal permet d'aligner les intérêts des actionnaires (principal) sur ceux des dirigeants (agent). Le problème central auquel s'intéressent les théoriciens de l'agence se pose lorsque le niveau d'utilité d'une des parties est dépendant de l'action de l'autre. Dans le modèle principal-agent, l'agent est tenté d'exploiter toute asymétrie d'information en sa faveur, ce qui nuit à l'intérêt du principal. Si ce dernier peut prévoir parfaitement l'ensemble des comportements possibles de l'agent, il peut lui associer *ex-ante* une récompense ou une punition à chaque action envisagée. Ce système de pénalités/incitations permet, s'il est bien conçu, de conduire l'agent à révéler l'information dont il dispose ou à entreprendre des actions conformes à l'intérêt du principal. Dans ce cadre d'analyse, les contrats apparaissent comme des dispositifs contingents définissant *ex-ante* un système de récompenses/punitions qui incite les parties à adopter certains comportements. Ce système d'incitation est conforme à l'intérêt des deux parties.

Pour la théorie des coûts de transactions (Williamson, 1994), les agents économiques confrontés à des difficultés de coordination sont rarement dotés de rationalité substantielle (Simon, 1976) nécessaire à la mise en place de contrats parfaitement incitatifs et auto-exécutoires. En plus de leurs capacités cognitives, l'univers informationnel est rarement complet et l'incertitude peut être radicale au sens de Knight (1921). Cela empêche les acteurs économiques de concevoir des contrats complets où à tout événement est associée une réponse. La théorie des coûts de transaction part de la notion de l'opportunisme et de la nature des actifs (spécifiques ou non) pour décrire les formes de contrats, alors que la théorie de l'agence part des contrats pour mettre en évidence l'existence de l'opportunisme au moment de leur exécution. En ce sens, les deux théories de l'agence et des transactions se complètent. Dans le premier cas, les coûts de transaction expliquent la préférence pour une forme particulière de contractualisation (marché ou organisation). Dans le second, les coûts expliquent l'utilisation d'un système de contrôle efficace.

Le contrat de travail d'un dirigeant est une transaction particulière puisqu'elle porte sur un actif spécifique pour l'entreprise. Lorsque les actifs ne sont pas spécifiques, l'échange est instantané et la négociation se fait au coup par coup sur le marché. En revanche, lorsque l'actif est spécifique, l'échange instantané est remplacé par une transaction c'est-à-dire un contrat évolutif : de la négociation antérieure jusqu'au contrôle *ex post* en passant par une recherche d'information. La transaction dirigeant/firme est marquée par un soupçon d'opportunisme. Cela signifie que les acteurs peuvent être opportunistes puisqu'il est impossible de posséder une connaissance exhaustive du futur au moment de l'échange et que donc il faut prendre des décisions adaptatives et séquentielles. L'incomplétude des contrats signifie que les contrats signés *ex ante* n'épuisent pas toute la relation, les situations futures sont indéterminées et les conflits d'intérêts peuvent être le fait du principal comme de l'agent.

Il convient donc de mettre en place un dispositif de contrôle afin d'évaluer les actions du dirigeant. Alcouffe et Alcouffe (1998) distinguent deux catégories de moyens de contrôle. Le premier concerne les incitations monétaire et non monétaire (les opportunités alternatives de carrière et le statut social). La seconde catégorie concerne l'encadrement

légal de l'activité de direction. Il s'agit des règles d'organisation des pouvoirs entre le PDG et le conseil d'administration.

2.1 Sensibilité de la rémunération à la performance et cumul des mandats

Le contrôle par la rémunération monétaire suppose que la firme est en mesure de définir une politique de rémunération incitative afin d'attirer et de retenir les dirigeants talentueux. Un processus de définition de cette politique de rémunération se met en place. Il s'appuie sur les délibérations d'un petit groupe de personnes (le conseil d'administration ou le comité de rémunérations lorsque ce dernier est décisionnaire). Ces délibérations sont soumises aux processus de la psychologie sociale dont les deux principaux fondamentaux sont la réciprocité et l'influence sociale (O'Reilly et al. 1988).

La réciprocité est une norme qui joue un rôle important dans le développement de relations d'échange social et économique en perpétuant le respect des obligations et en renforçant le sentiment d'obligations réciproques. Dans le cas de la rémunération des dirigeants, les bénéfices de la réciprocité sont principalement matériels. Ils facilitent l'accès au poste d'administrateur (statut) et aux avantages financiers liés à ce statut (rémunérations). La nomination d'un administrateur au sein d'un conseil d'administration crée un sentiment d'obligation réciproque : l'administrateur est redevable vis-à-vis de celui qui l'a nommé (Lorsch et MacIver, 1989 ; Westphal, 1998). La réciprocité peut avoir un rôle négatif ou un rôle positif. Le rôle négatif se manifeste lorsque cette dernière favorise la dissimulation des mauvaises performances (Porac et al. 1999), la faible transparence sur l'activité de l'entreprise (Abrahamson et Park, 1994) et le renforcement de l'influence managériale sur les processus de décision. Le rôle positif est que la réciprocité permet de renforcer les liens sociaux et par conséquent le conseil d'administration peut agir comme un expert et un conseiller au service du directeur général. L'influence sociale, quant à elle, a été définie par Milgram (1974, p. 175) comme suit : « *l'influence sociale a lieu quand un groupe signale de manière tacite ou explicite quelles attitudes et actions sont appropriées et acceptables ou ne le sont pas* » (notre traduction). Dans un conseil d'administration, les administrateurs observent les autres pour déterminer quelles attitudes et actions appropriées sont à adopter (Festinger, 1954), ce qui facilite le processus de comparaison sociale. La proximité

démographique est un facteur de l'intensité du phénomène d'influence sociale. Elle est souvent appréhendée par la proximité des âges, des parcours de formation et de l'origine sociale et géographique des dirigeants (Westphal et Zajac, 1995 ; Bauer et Bertin-Mouro, 1987). Le dirigeant peut influencer le processus de définition de sa rémunération. Ezzamel et Watson (1998) montrent que les dirigeants peuvent négocier leur rémunération en prenant comme référence celle des dirigeants les mieux payés dans des entreprises similaires. Le critère de « groupe de référence » est un construit social (Dunlop, 1957) dont la définition peut dépendre de la composition du comité de rémunérations. Les membres de ce comité peuvent eux-mêmes se positionner comme une « référence », s'ils sont dirigeants dans d'autres firmes (O'Reilly et al. 1988 ; Belliveau et al. 1996) ou ils peuvent choisir les dirigeants des firmes les plus performantes ou encore les mieux rémunérés. La comparaison des pratiques de rémunération est accentuée par le phénomène de cumul des mandats. Ce dernier permet de créer des liens humains entre les comités. Le nombre des mandats détenus par les membres d'un comité peut donc influencer la rémunération des dirigeants. Néanmoins, la perception du phénomène du cumul des mandats et la comparaison sociale qui en découle est souvent ambivalente. D'un côté, certains auteurs considèrent le cumul des mandats comme un moyen de signaler la compétence, l'expertise et la réputation des administrateurs en question (Kaplan et Reishus, 1990) et d'améliorer la qualité du contrôle exercé par le conseil d'administration (Carpenter et Westphal, 2001). Il est également un moyen pour accéder à des informations privées comme la possibilité de nouer des alliances stratégiques, de négocier des opérations de fusion et acquisition ou encore de pénétrer de nouveaux marchés. L'avantage informationnel fourni par ces connexions peut se révéler contreproductif pour la firme. En effet, d'autres auteurs voient ce cumul des mandats comme une source de collusion et de connivence entre les administrateurs, notamment lorsqu'il existe des mandats croisés entre conseil d'administration. Les administrateurs connectés accumulent le pouvoir et renforcent leur capacité de négociation auprès du conseil et de ses comités spécialisés. Ils peuvent par exemple contribuer à proposer un *package* de rémunération plus avantageux pour eux-mêmes et pour les dirigeants qui l'ont nommé (Bebchuk et Fried, 2004). Le sens de la relation entre le cumul des mandats et la rémunération des dirigeants est ambigu. D'un côté, les connexions contribuent à augmenter

l'influence du dirigeant et de l'autre côté, elles sont la source de connaissances, de compétences et d'informations au profit de l'entreprise. À l'échelle du comité des rémunérations, le nombre de connexions des membres avec d'autres conseils d'administration peut renforcer ou pas la sensibilité de la rémunération à la performance. Nous pouvons ainsi formuler l'hypothèse suivante :

Hypothèse 1 : *La sensibilité de la rémunération totale du dirigeant à la performance de la firme est influencée par le nombre des mandats détenus par les membres du comité de rémunérations.*

2.2 Sensibilité de la rémunération à la performance et diversité genre

La théorie des ressources présume que la présence des femmes constitue une ressource supplémentaire fort utile, notamment, dans un environnement complexe et incertain (Pfeffer et Salancik, 1978 ; Francoeur et al. 2008). Les femmes disposent de ressources et de réseau de contacts différents de ceux de leurs homologues masculins (Hillman et al. 2007). Elles apportent des idées nouvelles, communiquent mieux, débattent plus longuement des questions soulevées lors des réunions (Arfken et al. 2004) et atténuent la prise de risque excessive (Jianakoplos et Bernasek, 1998). Cependant, les opposants à la diversité genre aux conseils soulignent que la diversité amplifie les problèmes de coordination et de communication des membres du conseil et accentue les conflits et par conséquent les coûts d'agence (Schrader et al. 1997 ; Westphal et Bednar, 2005; Westphal et Milton, 2000; Westphal et Stern, 2006, 2007).

Une autre perspective théorique peut expliquer la relation entre la présence des femmes et la rémunération des dirigeants est la théorie du signal. En effet, la présence de femmes est un signal observable par les parties prenantes de la firme. Il leur indique que la firme accorde de l'attention à la diversité du conseil dans un contexte où la part des femmes au sein des instances de gouvernance des sociétés cotées dans les pays développés est relativement faible (Adams et Ferreira, 2009). En France, le législateur préconise des quotas de femmes dans les conseils d'administration des sociétés cotées. Le non-respect de ces quotas engendre la nullité des délibérations. La nomination de femmes peut donc

répondre à l'impératif de conformisme à la loi qu'à une réelle recherche de compétences complémentaires dans le conseil.

La diversité genre a fait l'objet ces dernières années de plusieurs études. Adams et Ferreira (2009) démontrent que les femmes administrateurs participent plus activement aux réunions du conseil, et notamment aux débats engagés dans les comités spécialisés tels que le comité de rémunérations. Les résultats de l'étude établit par Nielsen et Huse (2010) indiquent que la proportion de femmes siégeant au conseil d'administration améliore le contrôle exercé par ce dernier. De même, Gul et al. (2011) concluent que la diversité genre rend les administrateurs plus actifs et sensibles aux conséquences de leurs décisions. Dans le contexte français, à notre connaissance, l'effet de la présence des femmes au sein des comités de rémunérations sur la sensibilité de la rémunération à la performance n'a pas fait l'objet d'investigation empirique.

Hypothèse 2 : *La sensibilité de la rémunération à la performance est influencée par la diversité genre au sein des comités de rémunérations.*

2.3 Sensibilité de la rémunération à la performance et indépendance du comité

Les entreprises françaises cotées doivent se prononcer dans leur rapport annuel sur le code de gouvernance à lequel elles se réfèrent pour l'établissement de leurs règles de fonctionnement. Le code AFEP-MEDEF, actualisé à six reprises, est généralement retenu. Ce code recommande la nomination d'administrateurs indépendants dans le comité des rémunérations. En l'absence d'une reconnaissance juridique de l'administrateur indépendant, le conseil se réfère, le plus souvent aux critères définis par le rapport Bouton (2002) pour donner son avis sur l'indépendance de chacun de ses membres. Ce rapport, et dans un esprit de simplification, considère un administrateur indépendant tout administrateur qui « *n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement.* » (Rapport Bouton 2002, p. 9). Le comité sera d'autant plus efficace que les administrateurs seront réputés indépendants (Bhagat and Black, 1999). Ce besoin d'externalité de la gouvernance est souligné notamment par la théorie de l'agence (Fama et Jensen, 1983). Un administrateur indépendant est un administrateur externe, qu'est supposé avoir l'habilité

nécessaire pour statuer de façon indépendante sur les performances des firmes et leurs dirigeants. Ils sont réputés par leur liberté de jugement et leur capacité à s'opposer aux décisions défavorables à l'intérêt social de l'entreprise. Leur présence permet d'accroître la sensibilité de la rémunération à la performance de la firme. Par contre, les administrateurs internes (non indépendants) n'ont que peu d'intérêt à s'opposer au dirigeant au risque de compromettre la continuité de leur mission dans la firme.

Dans le contexte américain, l'étude de Daily et al. (1998) teste la relation entre la composition du comité de rémunérations et le niveau et la structure de la rémunération du CEO. Les auteurs supposent un niveau de rémunération croissant lorsque les membres du comité sont dépendants de la firme (relations d'affaires). Menée sur un échantillon de 200 sociétés appartenant à Fortune 500 en 1992, leurs résultats infirment cette hypothèse. Conyon et Peck (1998) corroborent ce résultat. Des recherches plus récentes menées sur les sociétés du FTSE 350 (Conyon et al. 2011 ; Gregory-Smith, 2012) n'affirment pas l'existence d'une corrélation entre la présence d'indépendants dans le comité de rémunérations et la rémunération du dirigeant. Le contexte d'étude ou précisément le modèle de gouvernance adopté par les sociétés peut donc éclairer sur la nature de relation entre ces deux variables. Ce qui nous amène à tenir compte de ce paramètre dans la définition plus tard de nos variables de contrôle relatives à la catégorie d'actionnaires présents dans la structure de propriété.

Partant des résultats des recherches antérieures, il n'existe pas de consensus sur l'impact de la présence d'indépendants sur la rémunération des dirigeants. Il serait opportun de tester cette relation dans le contexte français.

Hypothèse 3 : *La sensibilité de la rémunération à la performance est influencée par la part des administrateurs indépendants dans le comité de rémunérations.*

3. Méthodologie de recherche

3.1 Echantillon

L'échantillon est composé de 102 sociétés cotées au SBF 120 observées sur la période de 2010 à 2011, soit 204 observations. Le choix du SBF 120 s'explique par son poids financiers puisqu'il représente plus de 75% de la capitalisation boursière de la place de Paris. Les composantes de la rémunération des dirigeants ont été collectées à partir des documents de référence des sociétés cotées, documents récupérés sur les sites internet des entreprises étudiées. Seule la rémunération individuelle du principal dirigeant (PDG, directeur général, président du directoire) est observée.

3.2 Mesure des variables de contrôle

Les variables de contrôle introduites dans nos modèles d'analyse sont issues de la littérature. La structure du capital constatée influence la relation entre la rémunération du dirigeant et la performance de la firme. Le capital est dit dispersé lorsqu'aucun actionnaire ne dispose de plus de 10% des droits de vote. Il est dit concentré lorsque le premier actionnaire détient au moins 10% des droits de votes. Ce seuil de 10% est faible. En effet, l'étude de Dardour et Husser (2014) révèlent que la part des droits de vote du premier actionnaire des sociétés cotées au SBF 120 est en moyenne de 36%. C'est pour cette raison que nous avons choisi de relever ce seuil à 20%. La Porta et al. (1999) estiment qu'un seuil de 20% est suffisant pour contrôler une entreprise. Selon ces auteurs, la probabilité qu'au seuil de 20% des voix, il n'y ait qu'un seul actionnaire de contrôle par entreprise est forte. Leur étude empirique montre, que dans plus de 70% des cas, le seuil de 20% suffit à isoler un seul actionnaire de contrôle. Pour les sociétés à capital concentré, nous avons identifiés trois types : capital contrôlé par une famille ou par le fondateur, capital contrôlé par l'État français et capital contrôlé par d'autres types d'actionnaires institutionnels que l'État. La distinction entre ces types d'actionnaires est susceptible d'améliorer notre compréhension des différences de l'influence de ces dernières sur la rémunération des dirigeants. Conformément aux études antérieures (Conyon et He, 2012; Gregory-Smith, 2012), pour capturer plusieurs dimensions de la performance de l'entreprise, nous incluons une mesure

comptable à savoir le rendement des actifs (ROA) et une mesure de la performance de marché correspondant au rendement total pour les actionnaires (TSR). La littérature présente le facteur taille comme étant prépondérant pour expliquer le niveau de rémunération (Jensen et Murphy, 1990 ; Tosi et al. 2000). Les coûts d'agence sont plus importants dans les grandes firmes étant donné que les processus de contrôle y sont complexes (Elsilä et al. 2013). Afin de contrôler la taille, nous utilisons le logarithme de l'actif total du bilan. Notre étude utilise une série de variables binaires afin de contrôler l'effet du secteur d'activité sur la rémunération. La classification internationale ICB est retenue pour différencier les différents secteurs d'activité qui sont au nombre de quatre dans notre étude. L'ensemble de nos variables sont synthétisées dans le tableau n°1.

Tableau 1 - Description et opérationnalisation des variables

Variables	Mesure	Définition
Taille du comité	<i>TAILLE_CR</i>	Nombre de membres du comité de rémunération
Cumul des mandats	<i>NB_MANDATS</i>	Nombre moyen de mandats détenus par les membres du comité des rémunérations en dehors du groupe
Diversité genre	<i>FEM_CR</i>	Pourcentage de femmes dans le comité des rémunérations
Indépendance du comité	<i>IND_CR</i>	Pourcentage des administrateurs indépendants dans le comité des rémunérations
Assiduité des administrateurs	<i>TP_CR</i>	Taux de présence des membres aux réunions du comité des rémunérations
Nombre de réunion	<i>REU_CR</i>	Nombre de réunions du comité des rémunérations
Nature du principal actionnaire	<i>ACT_P</i>	Quatre variables binaires : Famille, État français, autre investisseurs institutionnels (si capital contrôlé par l'une de ces trois catégories au seuil de 20%) et capital dispersé.
Performance comptable	<i>ROA</i>	Résultat d'exploitation/ actif total
Performance boursière	<i>TSR</i>	Le taux de rentabilité obtenu par l'actionnaire : dividende (taux de rendement) et progression de la valeur de l'action (plus-value rapportée au cours de l'action).
Elasticité rémunération	$\Delta (\ln REMU/ROA)$	Variation de la rémunération /variation de la performance comptable
Taille de la firme	<i>LN_ACTIF</i>	Logarithme de l'actif total du bilan
Dualité du conseil	<i>DUALITE_CA</i>	Variable égale 1 si le principal dirigeant est également le président du conseil d'administration et 0, sinon.
Age du dirigeant	<i>AGE_DIR</i>	Age du principal dirigeant
Secteur d'activité	<i>SECTEUR</i>	Variables binaires représentant quatre secteurs d'activités : industries, services, services aux collectivités et technologies.

3.3 Modèle d'analyse

La méthodologie consiste à estimer une régression multivariée dans laquelle la variable à expliquer est l'élasticité de la rémunération totale à la performance de la firme, mesurée par le rendement des actifs. La rémunération totale représente la somme de la part fixe, du bonus annuel et de la valeur potentielle des stock-options et des actions de performance valorisées à leur date d'attribution. Notons que les compensations différées (retraites, parachutes dorés) ne sont pas considérées dans cette recherche.

La régression testée est la suivante :

$$\Delta(\ln REMU / ROA)_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 NB_MANDATS_{it} + \beta_2 (FEM_CR)_{it} + \beta_3 (IND_CR)_{it} + \beta_4 (TAILLE_CR)_{it} + \beta_5 (TP_CR)_{it} + \beta_6 (REU_CR)_{it} + \sum_{i=1}^4 ACT_P_{it} + \beta_{10} (LN_ACTIF)_{it} + \beta_{11} (DUALITE_CA)_{it} + \beta_{12} AGE_DIR_{it} + \sum_{i=1}^5 SECTEUR_{it} + \varepsilon_{it}$$

Avec :

it = entreprise i pour l'année t ;

$\Delta(\ln REMU / ROA)_{it}$ = représente la variation de la rémunération totale du dirigeant de l'entreprise i divisée par la variation de performance de sa firme en 2011 par rapport à 2010.

ε_{it} = terme résiduel.

4. Résultats et discussion

Les développements qui suivent présentent les résultats de l'analyse descriptive et de l'analyse multivariée.

4.1 Statistiques descriptives et matrice de corrélation

Le tableau 2 présente les statistiques descriptives des firmes sélectionnées. Les données financières et boursières ont été réunies à partir de la base de données Bloomberg. Les sociétés montrent une grande diversité de taille et de performance avec un ROA moyen de 4,22%. Il en va de même pour le capital détenu par le principal actionnaire. La moyenne est de 35,76 % avec un écart-type de 23,21 %.

Tableau 2 - Statistiques descriptives

Variables	N	Moyenne	Ecart-type	Q25	Q50	Q75
Rémunération du dirigeant						
Rémunération incitative en %	196	20,51	22,47	0	38,82	15,79
Rémunération espèces (m €)*	204	1 563	901	782	1 455	2 123
Rémunération globale (m €)	204	2 233	1 833	1 062	1 916	2 659
Comité de rémunérations						
Taille	204	3,78	1,08	3	4	4,50
% indépendants	203	67,25	22,45	50,00	66,66	80,00
Cumul de mandats par comité	196	7,31	4,26	4,58	6,83	9,25
% femmes dans le comité	203	11,90	17,41	0	0	25,00
Nombre de réunions du comité	201	3,94	2,18	2	4	5
Taux de présence (%)	201	94,32	9,50	90	100	100
Variables de contrôle						
Age du dirigeant	204	55,38	6,25	51	55	60
Dualité PDG	204	50,00	50,00	0	1	1
TSR	186	-1,29	32,32	-24,08	-6,50	19,00
ROA	204	4,22	6,73	1,63	3,96	6,71
1 ^{er} Actionnaire (<i>droits de vote</i>)	202	35,76	23,21	16,95	31,68	54,70
Actifs (en m €)	204	78 314	285 939	1 697	7 155	26 236

Source : Les auteurs. * En milliers d'euros (m €).

Les dirigeants de notre échantillon ont perçu en moyenne 1,56 millions d'euros au titre de leur rémunération en espèces (fixe + bonus annuel) et 2,23 millions en ajoutant la valeur potentielle des actions de performance et des stock-options attribuées. La forte dispersion de la rémunération totale s'explique essentiellement par l'irrégularité structurelle d'attribution des rémunérations en actions d'une entreprise à l'autre (écart-type inter-entreprises de 1,78 millions).

Concernant les caractéristiques des comités de rémunérations, le tableau 2 montre que la taille moyenne d'un comité est de l'ordre de 3,8 membres, avec plus que 75% de l'échantillon disposant de 3 membres au minimum. En moyenne, les membres du comité détiennent 7,3 mandats dans d'autres conseils d'administration. Le nombre de mandats est de 9,25 pour un quart de l'échantillon. Le comité de rémunérations qui à sa charge d'aider le conseil d'administration dans ses tâches les plus ardues (nomination et rémunération des dirigeants et administrateurs) regroupent des administrateurs fortement sollicités par le marché et reconnus compétents et expérimentés. Concernant l'indépendance des membres du comité, la moitié de l'échantillon dispose d'un comité majoritairement indépendant (66,66%). Soit deux sur trois membres sont indépendants au sein du comité. Au niveau de

la diversité genre, les femmes représentent 12% des membres, mais seulement 25% de notre échantillon ont au moins une présence féminine au sein de leurs comités. Le seuil légal en France est de 20% pour l'ensemble des membres du conseil d'administration, reste que ces nouveaux élus aux conseils d'administration ne trouvent pas forcément leurs places dans les comités clés. Cela est en concordance avec ce que nous avons avancé plus haut sur le besoin de ces comités de rémunération d'être représentés par des membres expérimentées et déjà reconnus par le marché. Concernant l'assiduité de ces comités et de leurs membres, le nombre de réunion est en moyenne 4. Les membres sont en moyenne présents à 94% lors de ces réunions, voire 100% pour la moitié de l'échantillon.

Le tableau 3 représente la matrice de corrélation de l'ensemble des variables dépendantes, indépendantes ainsi que la majorité des variables de contrôle. Il confirme l'absence de problème sérieux de corrélation entre les variables. Selon ce tableau, l'indépendance du comité de rémunérations est positivement corrélée avec la rémunération totale (0,34^{**}) et ses deux composantes (0,31^{**}; 0,31^{**}). Cela peut s'expliquer par le fait que ce sont les grandes sociétés qui ont la capacité de recruter des administrateurs indépendants au sein de leurs conseils (0,16^{**}) mais également les dirigeants les mieux payés sur le marché (0,42^{**}). Par ailleurs, la variable nombre de mandats n'est pas significativement corrélée avec la rémunération totale, en espèces (salaire + bonus annuel) et incitative (bonus annuel + valeur potentielle des stock-options et des actions de performance). Au niveau de la diversité genre, aucune corrélation significative n'est affichée que ce soit avec la rémunération ou les autres variables de notre modèle à part l'assiduité du comité de rémunérations. La présence des femmes est positivement corrélée avec le taux de présence des membres aux réunions du comité des rémunérations (0,01*). Cela est en concordance avec les résultats de la recherche de Ben Barka et Dardour (2015) menée dans le contexte français. Les deux auteurs avancent que ce sont les sociétés qui disposent des plus grands conseils d'administration qui se démarquent par une plus grande diversité au sein de leurs conseils. Les sociétés qui sont ouvertes à ces nouvelles recommandations de la gouvernance, restent tout de même septiques à l'apport de ces nouveaux élus aux conseils qui ne prennent pas la place des anciens administrateurs (confirmés) mais viennent les

compléter. Dans cette même logique, nous ne trouvons pas de relation entre la présence des femmes au sein du comité et les mesures de performance retenues.

Tableau 3 - Matrice de corrélation

	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]	[10]	[11]	[12]	[13]	[14]	[15]	[16]	[17]	[18]	
[1] $\Delta \ln(\text{REMU}/\text{ROA})$	1,00																		
[2] NB_MANDATS	-0,02	1,00																	
[3] IND_CR	0,06	-0,09	1,00																
[4] TAILLE_CR	-0,11	0,14	-0,11	1,00															
[5] FEM_CR	-0,15	-0,12	0,04	0,09	1,00														
[6] REU_CR	-0,22**	-0,06	-0,03	-0,39**	0,12	1,00													
[7] TP_CR	0,10	-0,01	0,01	-0,16	0,01*	-0,24**	1,00												
[8] DUALITE_CA	0,03	-0,03	-0,09	-0,08	-0,08	-0,03	-0,01	1,00											
[9] AGE_DIR	-0,19*	0,09	0,09	0,10	-0,04	0,15	-0,02*	0,14	1,00										
[10] Famille	0,02	-0,01	0,10	-0,11	0,03	0,22**	0,27**	-0,06	-0,06	1,00									
[11] Etat	0,02	-0,11	-0,13	0,10	0,07	0,19	-0,10	0,08	0,20**	-0,24	1,00								
[12] Instit	0,10	0,33**	-0,12	0,02	0,00	0,05	-0,10	0,01	-0,05	-0,43**	-0,28**	1,00							
[13] Log Actifs	-0,02	0,13	0,16*	0,21**	0,03	0,22**	-0,12	0,03	0,18*	-0,17*	0,05	-0,02	1,00						
[14] Log REM totale	-0,11	0,13	0,34**	0,04	-0,09	0,08	-0,11	0,13	0,22**	-0,06	-0,14	-0,13	0,42**	1,00					
[15] Log REM en espèces	-0,13	0,12	0,31**	0,11	-0,03	0,15	-0,11	0,11	0,29**	-0,10	-0,05	-0,14	0,50**	0,91**	1,00				
[16] Log REM incitative	-0,13	0,08	0,31**	0,04	-0,00	0,04	-0,02	0,10	0,16	0,06	-0,25**	-0,16	0,34**	0,96**	0,76**	1,00			
[17] ROA	-0,01	0,12	0,12	-0,10	0,02	-0,02	-0,06	-0,13	0,18*	0,06	-0,16*	0,03	0,16*	0,25**	0,21**	0,28**	1,00		
[18] TSR	-0,06	-0,05	0,09	-0,19*	0,07	-0,02	0,14	-0,14	0,00	0,23**	-0,10	-0,10	-0,17	0,25**	0,15	0,31**	0,28**	1,00	

*La corrélation est significative au seuil de 10%.

** La corrélation est significative au seuil de 5%.

4.2 Analyse multivariée

Le tableau 4 présente les résultats de la régression portant sur l'effet des caractéristiques du comité des rémunérations sur l'élasticité de la rémunération totale du dirigeant par rapport à la performance. L'ambiguïté marquée aussi bien conceptuellement qu'empiriquement de l'apport du cumul des mandats détenus par les administrateurs sur leurs performances au sein du conseil et donc la sensibilité de la rémunération à la performance dans notre cas d'étude, nous amène à tester dans le modèle proposé la non linéarité de la relation. Ces résultats montrent qu'il existe une relation sous la forme de U entre la variable nombre moyen des mandats détenus par les membres du comité et l'élasticité de la rémunération (H1). Les résultats montrent une relation curvilinéaire, d'abord négative puis positive. Plus précisément, nos résultats indiquent que la sensibilité de la rémunération à la performance diminue dans un premier temps lorsque le nombre de mandats des administrateurs augmente, et repart ensuite à la hausse à partir du seuil de 13 mandats. Deux explications peuvent être présentées : (1) des administrateurs de plus en plus sollicités n'ont pas suffisamment de temps à accorder pour chaque mission et n'exercent pas donc convenablement leurs rôles de contrôle comme le suggère la théorie de l'agence pour récompenser ou réprimander un dirigeant en fonction de sa performance, (2) une plus forte connexion entre les administrateurs diminue l'indépendance réelle des administrateurs et renforce le pouvoir managérial des dirigeants, ce qui se traduit par une faible sensibilité de la rémunération à la performance. Toutefois, au-delà d'un certain seuil de mandats détenus, la sensibilité de la rémunération à la performance devient positive. En cohérence avec les stipules de la théorie des ressources, ces administrateurs, les plus connectés et expérimentés du marché, acquièrent une certaine aussi bien autonomie et maîtrise de leurs métiers et sont en mesure de mieux lier l'attribution de la rémunération à l'atteinte des objectifs de performance relativement aux autres entreprises.

Tableau 4 - Régression linéaire

Variables dépendantes	Δ (ln REMU / ROA)
	Coeff. (t)
Constante	-405,43 (-2,74)***
MANDATS_CR	-3,69 (-2,45)**
MANDATS_CR ²	0,14 (2,30)**
FEM_CR	-7,56 (-0,66)
IND_CR	12,61 (1,28)
TAILLE_CR	-0,12 (-0,06)
REU_CR	-3,47 (-2,79)***
TP_CR	18,27 (0,53)
DUALITE_PDG	-0,76 (-0,18)
AGE_DIR	14,99 (2,89)***
AGE_DIR ²	-0,13 (-3,02)***
Famille	1,83 (0,32)
Etat	12,59 (1,46)
Institutionnels	13,37 (2,45)**
LN_Actifs	1,02 (0,84)
Années	Oui
Secteurs	Oui
Observations	93
R ²	33,33%
R ² Ajustée	17,12%

***, **, * significatif respectivement au seuil de 1%, 5% et 10%. MANDATS_CR : nombre moyen des mandats détenus par le comité dans d'autres entreprises. FEM_CR : % des femmes dans le comité. IND_CR : % des administrateurs indépendants dans le comité. TAILLE_CR : nombre des membres siégeant dans le comité. REU_CR : nombre de réunions par an du comité. TP_CR : taux de présence des membres aux réunions du comité. DUALITE_PDG : égal à 1 lorsque le directeur général est également le président du conseil d'administration. AGE_DIR : âge du dirigeant.

Par ailleurs l'âge du dirigeant a un impact non linéaire sur la sensibilité de la rémunération à la performance. La relation est en forme de U inversée. Un dirigeant plus âgé a plus de pouvoir sur les comités du conseil d'administration. Cela se traduit, conformément à la théorie du pouvoir managérial par une plus faible sensibilité de la rémunération à la performance. Le seuil critique de l'âge est approximativement de 58 ans. La diversité genre n'a pas d'impact sur la sensibilité de la rémunération totale à la performance. Ce qui consolide les résultats de nos statistiques descriptives. Nous pouvons expliquer ce résultat par le nombre réduit des femmes dans ces comités qui est de nature à marginaliser la portée de leur présence (H2). Quant à l'effet de la part des administrateurs indépendants dans le comité de rémunérations sur la sensibilité rémunération-performance, nos résultats révèlent une absence de lien (H3). En effet, si la relation entre l'indépendance du comité des rémunérations et le niveau de rémunération semble évidente à travers ce qui relève nos statistiques descriptives (0,34**), son impact sur la sensibilité de la rémunération par rapport à la performance reste à prouver. Ce résultat confirme celui de (Conyon et al. 2011 ; Gregory-Smith, 2012). Sun et Cohen (2012) expliquent que même si le comité de rémunérations n'est composé que de membres indépendants, l'efficacité du contrôle de ce comité dépend d'autres caractéristiques de la firme. Comme reporté dans le tableau 4, la relation entre la sensibilité rémunération du dirigeant-performance et le nombre de réunions du comité de rémunérations est négative et significative. L'interprétation de ce résultat est ambiguë. Les comités qui se réunissent plus fréquemment sont associés à une faible sensibilité de la rémunération à la performance. Reste à savoir si ces comités de rémunération se réunissent entre autres pour le renouvellement et la rémunération des autres membres du conseil et non pas forcément pour statuer sur la performance du dirigeant.

Par ailleurs, nos résultats montrent une relation positive entre la présence d'un actionnaire de contrôle de type institutionnel et la sensibilité de la rémunération à la performance. Les investisseurs institutionnels se montrent plus actifs dans le contrôle de la rémunération des dirigeants que les autres types d'actionnaires de contrôle. L'activisme des institutionnels a été démontré par Hartzell et Starks (2003) ou encore par Ozkan (2007) qui démontre une

relation négative entre leur présence et le niveau de la rémunération des dirigeants des sociétés britanniques.

Conclusion

Cet article est consacré à l'étude de l'effet des caractéristiques des comités de rémunérations sur la sensibilité de la rémunération du dirigeant à la performance. L'étude empirique montre que le nombre des mandats détenus par les membres de ces comités affecte cette sensibilité : d'abord négativement puis positivement après un certain seuil de mandats. En outre, nos résultats confirment le rôle actif des investisseurs institutionnels dans le contrôle de la politique de rémunérations. Leur présence accroît la sensibilité de la rémunération à la performance par rapport à celle des sociétés à capital dispersé ou encore contrôlé par une famille ou par l'État français. Toutefois, ni la diversité genre ni l'indépendance du comité de rémunérations n'affectent cette élasticité.

En termes de diversité genre, le législateur français fixe des quotas de femmes au sein du conseil d'administration comme la plupart des recommandations insistent sur l'utilité de nommer des indépendants au sein des comités clés du conseil ou à limiter le nombre de cumul de mandats par administrateur. Il serait opportun de s'interroger sur l'apport réel de l'approche institutionnelle en gouvernance pour résoudre les issues contemporaines de la rémunération des dirigeants. Des nouvelles recommandations insistent sur l'utilité de favoriser la comparaison interne des rémunérations et leur évolution par rapport à la performance de l'entreprise et de limiter la comparaison externe favorisée par le recours aux statistiques de consultants. Ces comparaisons ont pour conséquence la hausse du niveau de la rémunération et l'affaiblissement de sa sensibilité à la performance. Le dilemme de cette dualité "*hard law* versus *soft law*" persiste donc pour tracer les configurations de la gouvernance des sociétés.

Dans des recherches futures, il serait opportun d'intégrer l'ancienneté des administrateurs au sein de l'entreprise pour juger convenablement leurs pouvoirs. De plus, la collecte de données sur une plus longue période pourrait conforter les résultats de cette étude.

Bibliographie

- Adams R., Ferreira D., (2009), Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, p. 291-309
- Afep-Medef (2013), *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*. http://www.afep.com/uploads/medias/documents/Code_gouvernement_entreprise_cotees_Juin_2013.pdf
- Alcouffe A., Alcouffe C. (1998), Contrôle, performances et rémunération des dirigeants, Communication à l'Ecole de Printemps en Economie et Gestion, organisée par l'Ecole Polytechnique, l'Ecole des Mines, l'ESSEC, l'INRA et le LEI, à l'ESSEC, les 25 et 26 mai, Actes du colloque.
- Anderson R. C., Bizjak J. M. (2003), An empirical examination of the role of the CEO and the compensation committee in structuring executive pay, *Journal of Banking and Finance*, 27, p. 1323-1348.
- Arfken D. E., Bellar S. L., Helms M. M. (2004), The ultimate glass ceiling revisited: The presence of women on corporate boards, *Journal of Business Ethics*, Vol. 50, p. 177–186.
- Bauer M., Bertin-Mourot B., (1987), Les 200. Comment devient-on un grand patron? Paris : Le Seuil.
- Bebchuk L. A., Fried J.M. (2004), *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, Cambridge.
- Belliveau M. A., O'Reilly C. A., Wade J. B. (1996), Social capital at the top: Effects of social similarity and status on CEO compensation, *Academy of Management Journal*, Vol. 39, p.1568-1593.
- Belot F., Ginglinger E. (2013), rendre compte de la rémunération des dirigeants : Qu'attendre du say on pay, *Revue Française de Gestion*, N° 237, p. 57-71.
- Ben Barka, H., Dardour, A. (2015), Director's profile, Board interlocks and Corporate Social Responsibility: An Empirical Investigation of French Firms, *Management Decision*, à paraître, 16 p.
- Bhagat S., Black B. (1999), The uncertain relationship between board composition and firm performance, *Business Lawyer*, Vol. 54, p. 921-963.
- Bouton D. (2002), Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées, dit Rapport Bouton, MEDEF – AFEP, http://www.medef.fr/medias/upload/1507_FICHER.pdf.
- Carpenter M. A., Sanders W. G., Gregersen H. B. (2001), Bundling human capital with organizational context: The impact of international assignment experience on multinational firm performance and CEO pay, *Academy of Management Journal*, Vol. 44, N°3, p. 493-511.
- Canyon M. J., He L. (2012), CEO compensation and corporate governance in China, *Corporate Governance: An international Review*, Vol. 20, p. 575-592.
- Canyon M. J., Peck S. I. (1998), Board Control, Remuneration and top Management Compensation, *Academy of Management Journal*, 41, 2, p. 146-157.
- Canyon M., Core J., Guay R. (2011), Are US CEOs paid more than UK CEOs? Inferences from risk adjusted pay, *Review of Financial Studies*, Vol. 24, p. 402–438.

- Daily C. M., Johnson J. L., Ellstrand A. E., Dalton D. R. (1998), Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation, *The Academy of Management Journal*, Vol. 41, N° 2, p. 209-220.
- Dardour A., Husser J. (2014), Rémunération du dirigeant et divulgation d'informations RSE, *Management & Avenir*, n°71, p. 55-72.
- Dunlop J. (1957), The task of contemporary Wage theory, in G.-W. Taylor,
- Elsilä A., Kallunki J., Nilsson H., Sahlström P. (2013), CEO personal wealth, equity incentives and firm performance, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 2, N°1, p. 26-41.
- Ezzamel M., Watson R. (1998). Market comparison earnings and the bidding-up of executive cash compensation: evidence from the United Kingdom, *Academy of Management Journal*, Vol. 41, N° 2, p. 221–231.
- Fama E., Jensen, M. C. (1983), Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 88, N°2, p. 301-325.
- Festinger L. (1954), A theory of social comparison processes, *Human Relations*, Vol. 7, p. 117-140.
- Francoeur C., Labelle R., Sinclair-Desgagne B. (2008). Gender diversity in corporate governance and top management, *Journal of Business Ethics*, Vol. 81, N°1, p. 83-95.
- Gregory-Smith I. (2012), Chief Executive Pay and Remuneration Committee Independence, *Oxford Bulletin Of Economics And Statistics*, Vol. 74, N°4, p. 510-531.
- Gul F.A., Srinidhi B., Anthony C. N. (2011), Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 51, 314-338
- Hartzell J. C., Starks L. T. (2003), Institutional investors and executive compensation, *Journal of Finance*, Vol. 58, p. 2351–74.
- Hillman A. J., Shropshire C., Cannella A. A. (2007), Organizational Predictors of Women on Corporate Boards, *Academy of Management Journal*, Vol. 50, No. 4, p. 941-952.
- Jensen M., Murphy K. J. (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, p. 225-264.
- Jianakoplos N. A., Bernasek A. (1998), Are Women More Risk Averse? *Economic Inquiry, Western Economic Association International*, Vol. 36, N° 4, p. 620-30.
- Kaplan S., Reishus D. (1990), Outside directorships and corporate performance, *Journal of Financial Economics*, p. 389-410.
- Knight F. (1921), Risk, uncertainty and profit. Boston (MA): Houghton Mifflin
- La Porta R., Lopes-De-Silanes F., Schleifer A. (1999), Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, Vol. 54, N° 2, p. 471-517.
- Larcker D. F., McCall A. L., Ormazabal G., Tayan B. (2012), *Ten myths of say on pay*, Stanford Closer Look Series.
- Lorsch J. W., MacIver E. (1989), Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards, Harvard University Graduate School of Business Administration, Boston, MA
- Milgram, S. (1974). Soumission à l'autorité. Paris: Calmann-Lévy.
- Newman H. A., Mozes H. A. (1999), Does the composition of the compensation committee influence CEO compensation practices? *Financial Management*, Vol. 28, N°3, p. 41-53.

- Nielsen S., Huse M. (2010), The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the surface, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18, N°2, p. 136-148.
- O'Reilly C. A., Main, B. G., Crystal G. S. (1988), CEO compensation as tournament and social comparison: A tale of two theories, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 33, p. 257-274.
- Ozkan N. (2007), Do corporate governance mechanism influence CEO compensation? An empirical investigation of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 17, p. 349-364.
- Pfeffer J., Salancik G. R. (1978), *The external control of organizations: a resource dependence perspective*, New York: Harper & Row,
- Porac J., Wade J., Pollock T. (1999), Industry categories and the politics of the comparable firm in CEO compensation, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 44, p. 112-144.
- Schrader C. B., Blackburn V.B, Iles P. (1997), Women in management and firm financial performance: an exploratory study, *Journal of Managerial Issues*, Vol. 9, N°3, p. 355-372.
- Simon H. A. (1976), From substantive to procedural rationality. In Latsis ed: "Method and appraisal in economics", Cambridge University Press.
- Sun J., Cahan S. (2009), The effect of compensation committee quality on the association between CEO Cash Compensation and Accounting Performance, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, N° 2, p. 193-207.
- Tosi H. L., Werner S., Katz J. P., Gomez-Mejia L. R. (2000), How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies, *Journal of Management*, Vol. 26, N° 2, p. 301-339.
- Viénot M. (1995), *Le conseil d'administration des sociétés cotées*, AFEP – CNPF.
- Westphal J. D. (1998), Board Games: How CEOs Adapt to Increases in Structural Board Independence from Management, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 43, N° 3, P. 511-537.
- Westphal J. D., Bednar, M. K. (2005), Pluralistic ignorance in corporate boards and firms' strategic persistence in response to low firm performance, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 50, p. 262–298.
- Westphal J. D., Milton, L. P. (2000), How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 45, p. 366–398.
- Westphal J. D., Stern I. (2006), The other pathway to the boardroom: Interpersonal influence behavior as a substitute for elite credentials and majority status in obtaining board appointments, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 51, p. 169–204.
- Westphal J. D., Stern I. (2007), Flattery will get you everywhere (especially if you are a male Caucasian): How ingratiation, boardroom behavior, and demographic minority status affect additional board appointments at U.S. companies, *Academy of Management Journal*, Vol. 50, p. 267–288.
- Westphal J. D., Zajac E. J. (1995), Who shall govern? CEO-board power, demographic similarity, and new director selection, *Administrative Sciences Quarterly*, Vol. 40, p. 60-83.
- Williamson O. E. (1994), *Les institutions de l'économie*, Inter Editions, Paris.